

ユーロ国債バブル・ユーロ圏銀行の陥穽・ ユーロ信用不安の危機的連鎖

米倉茂『すぐわかるユーロ危機の真相 どうなる日本の財政と円』言視舎、2012年を読む

古 内 博 行

I はじめに——本書のねらいと著者の問題意識

従来、わが国におけるヨーロッパ経済の動向に関するメディアの世界での報道は影が薄く、概して少なかった。アメリカ経済の動向なら円・ドル相場を始めとして景気動向や企業動向など多様な趨勢が日頃から頻繁に報道されており、多くの人々にとって馴染みのある日常のこととなっている。ここ40年来繰り返し主張されているドル基軸通貨失格論やドル暴落論はそうした馴染みを裏づけるものであるし、書店に行くときこうした論調の時論的書物は目白押しである。アカデミックの世界でもこのようなドル基軸通貨失格論や基軸通貨衰退論は主たる論調になっており、それとの関わりでアメリカ経済の動向を伝える現状分析は枚挙にいとまがない。ちなみに、本書はそのなかでそうした説を根底から覆すユニークな書物に位置する。

これに対してヨーロッパ経済の動向は経済統合の進展との関連で取り上げられるケースがほとんどで、概説書ひとつとってみても参考になるのはそれほど多くなく、本格的な現状分析となると文字どおり手薄である。経済実態的にみてマイクロエレクトロニクスなど先端産業の劣位が構造的で目立った経済の好調さもないことからその動向は常日頃から日陰者的存在であった。こうした欧米間の対極的姿は日常風景であるといつてよい。たとえば、若者の多くはヨーロッパ経済の動きには無関心でその具体的なイメージを掴めないでいる一方、他方ではヨーロッパといえれば数多い観光の名所として青春時

代の思い出に一度は訪れてみたいとのイメージをごく普通にもっているのではなからうか。

ところが、2009年末から2010年初めにかけてのギリシア財政危機を契機にヨーロッパ経済の動向に着目する動きが俄かに活発化する。メディアの世界ではユーロ信用不安やギリシアのユーロ離脱、果てはユーロ圏解体の可能性、それにまつわる政治の混迷が連日報道されるといった具合にヨーロッパ経済の動向は目の離せないものになっている。そのせいで多くの人々は欧州債務危機やユーロ信用不安を日常のトピックスとして捉えており、その意味ではかつてとは様変わりの様相を呈している。ユーロ圏、EU 経済の行方が多くの人々からこれほど熱い視線を浴びているのは初めてなのではないか。そうした問題状況を如実に反映してであろう、欧州債務危機やユーロ信用不安に関する時論的報告から本格的な分析書におよぶ類書は最近では数多く出版されるようになり、この傾向は日々強くなっている。

本書もこうした問題状況を真正面から受け止めて分析のメスを入れた作品である。という本書は型にはまった研究書としての硬いイメージを持たれると思うが、後でも述べるように軽妙な語り口を交えながらわかりやすい解説をおこなう読了意欲の刺激に満ちた書物である。著者は最近の研究歴というサブプライムローン金融危機の実相を系統的に考察してきた国際金融の研究者である。もともとは1930年代の基軸通貨ポンドの盛衰を自らの研究の一大集約点（『英国為替政策——1930年代の基軸通貨の試練——』2000年）とする国際金融史の優れた研究者だが、その研鑽を背景にIMF 設立協議時や英米金融協定交渉におけるイギリス代表团首席ケインズの迷走と失態、研究史上明らかにされてこなかったIMF 協定の奥深い問題点、そして近年の国際金融危機に関して一家言を持つ第一級の研究者である。本書はこれまで系統的に考察してきたサブプライムローン金融危機の研究蓄積を踏まえて欧州債務危機とユーロ信用不安に果敢に切り込んだ新たな意欲作である。

サブプライムローン金融危機と実物経済へのその余波が100年に1度の現象だといわれるのに対して、著者は今回の問題状況に関してまず第二次大戦後70年を経て先進国が国家債務危機に直面する歴史的に未曾有の事態だとの認識に立つ。民間不良債権と次元を異にする問題の深みに先進国が陥ったと

するわけである。この認識に評者として異論はない。さらにサブプライムローン金融危機の発端がヨーロッパであったことを著者は（評者も実はそうだが）かねてより強調しているから、この事実からみてもヨーロッパがふたつのマクロ的大変動の震源地になっていることは明らかであろう。著者がサブプライムローン金融危機（その象徴的な出来事としてのリーマン・ショック）と今回の欧州債務危機に同根性ないし有機的な連関があると主張するのは当然の問題意識である。この問題意識が本書を貫く主旋律である。

サブプライムローン金融危機を系統立って追究してきた著者だからこそ今回の欧州債務危機に対して立ち入った検討をせずにはいられないのである。ユーロ圏の銀行が長らく抱え込んできた構造的脆弱性の明快な抽出など、そのための引き出しは豊富にある。「はじめに」において著者は本書を上梓する際の問題視座と問題の原因をあらかじめ提示している。読者に自らの問題意識を先行的に披瀝すると同時にどのような手立てと手順で吟味をおこなっていくかを事前に知らせ、そのような道案内を明確に示したうえで本論の分析に入っていく方向性を具体的に論じる。著者の主張するところを要約的に汲み取れば、それは以下のとおりとなろう。

著者はユーロ圏の特質をまず強調し、ひとつはユーロ圏銀行の脆弱性、もうひとつは深刻な金融危機に対処しえないユーロ圏の財政金融政策を挙げる。この二つを第1の特質、第2の特質と峻別する。いずれも事態の真因に迫る問題群である。そのうえで第1の特質に関して4つのキー・ワードを示す。すなわち、①過小な自己資本と過大なレバレッジの温存、②安全なはずが安全でなくなった国債保有への傾斜、③逃げ足の速い短期資金に依存する自転車操業、④まさかの時のドル頼みの4点である。この4点は著者のこれまでの考察から導かれた到達点であると同時にこれからより精緻に展開していく論点である。著者がこの4点を提示するのは資本主義世界のなかでユーロ圏より数値的に悪化している日本の財政問題を検討する際にリスク測定基準とするためであることに注意しておこう。したがって、これら4点は著者独自の論点なのである。

次に第2の特質についてはどうか。これも4つのキー・ワードが挙げられるとする。それらを指摘すると、①金融危機の際に「最後の貸し手」になれ

ない中央銀行 ECB, ②政府金融を拒み国債価格の支持政策をしない ECB, ③金融危機なき予定調和説から抜け出せない政府・中央銀行, ④財政と金融がバラバラの政府・中央銀行の4点である。経済が危機的状況に陥った場合に最終的にリスクを取る経済主体は政府と中央銀行であるが、このどちらにも問題点があるとするのが著書の立場である。とくに ECB の「最後の貸し手」としての存在感の薄さは際立っているわけである。この点もまた、日本の財政問題を検討する際に日本銀行の対照的な姿として描かれることになるので重要な論点となる。また、エコノミストのなかには中央銀行が国債価格支持政策を展開して国債購入をおこなうこと自体を国債バブルだと判断する向きもあるから、著者の2番目のキー・ワードの指摘はそうした判断に対する明確な反論である。3番目と4番目のキー・ワードは先にも述べたリスクを取る経済主体としての政府と中央銀行のユーロ圏が抱える難点を表すが、3番目はつとに指摘されている論点で大方の賛同が得られる内容である。4番目はこれをもってユーロ圏の欠陥とすることを粗雑な議論とする見解があるから重要な論点である。本当は3番目が受け入れられれば、それに導かれて4番目も認識されるはずであるが、実際にはそうなっていない。著者にはその点が問題だと映るわけである。その詳細については後に触れることにして、ここでは以上のようなキー・ワードを配置して順次説明を加えていく著者の意図を確認しておこう。

また、著者がこのような特質を提示し、それぞれにキー・ワードを並べて解説するスタイルを取るのには、リーマン・ショックとの関連を押さえることが不可欠とする先述の問題意識からであり、それとの同根性や敷衍性を踏まえないと、「今回の危機がなぜギリシャ一国の国家債務危機で収まらないか」、あるいはまた、「危機がなぜユーロ圏に集中しているのか」といった問題の位相が解き明かされないとする想定からである。今回の危機を表層的に処理するのでなければ当然把持される問題視角であろう。

このような問題視角を披瀝したうえで著者はあらかじめ3つの点から説明をおこなっていくことを紹介する。もちろん、それら3つは先に述べた第1の特質と第2の特質が何らの是正もほどこされないままの問題点であることを念頭に入れなければならない。そこで第1の原因として挙げられるのが

ユーロ圏の国債バブルである。これは統一通貨ユーロ導入後におこなわれた経済力とは分不相応な大量国債発行に起因する問題であるというのが著書の認識である。著者はこれを「イソップ物語のキリギリスのユーロ版」と形容する。むろん、著者はこの問題を増幅する要因としてリーマン・ショック後の破綻した銀行救済や景気対策のための国債の増発があったことを指摘するのも忘れていない。

ユーロ圏の銀行はこの発行された国債保有率が高かった。そのことが第2の原因である欧州の銀行の不良資産の問題、その対極の過小資本問題に連鎖してくる。アメリカの銀行はリーマン・ショック後にサブプライム問題に絡む「毒入りまんじゅう資産」(toxic assets)の処理や資本増強に努めてきたのに対してユーロ圏銀行はそれに立ち遅れている事実、自己資本が過小である事実は国債価格下落が生ずるとどうなるか。ここでも著者はそのような問題状況を「毒入りまんじゅう資産」をうすい自己資本の皮に包み込むという連想から「うす皮饅頭」と表現する。言い得て妙である。

第3の原因として主張するのが、ユーロ圏銀行のドル依存症である。ユーロ圏銀行は短期にドルを借り長期にドル資産へ投資する過大なドル・レバレッジ金融という、綱渡り的な資金繰りに依存したままの関係から資金繰りに苦悩する内憂外患状況に陥っているというわけである。ユーロ圏国債バブルがはじければこれらの問題が波及的に顕在化せざるをえない。自己資本の急減の先に待っているのは破滅である。そこにリスクを取る経済主体としてのECBの致命的な難点が絡んでくる。するとどうなるか。国債価格の暴落に歯止めがかからなくなるという事態であろう。国家債務危機と銀行危機の悪循環にはかならない。ユーロ信用不安はそこで劇的になるという話である。これこそ、著者の言う「超リーマン・ショック」である。本書はこのようにしてその顛末をも含めて展開される。

著者は本書での解説にあたり、その構成を詳しい章別編成をしながら大きく前編、中編、後編と分けて検討を加えているので、評者もまたそれに準じて前編、中編、後編の中味に立ち入った検証作業をおこない、最後にその検証作業を踏まえて本書の意義と評価を明らかにしたい。本書についてあらかじめ結論づけしておく、本書は類書が遠くに霞んでしまう傑作であるとい

うのが評者の偽らざる評価である。

II ユーロ国債バブルの破裂

本書前編の主題は「ユーロ国債バブルの内実」である。ユーロ圏が直面する政府債務危機はギリシアから始まる。著者は類書に共通してギリシア問題をまず説明する。周知のように、財政偽装表示が2009年10月にパパンドレウ首相によって公表される。この過小申告はとっくの昔に問題とされていたから、ギリシアの財政統計改ざんは札付きという話だが、この話を著者独特の軽妙な語り口で機知に富む表現を交えて興味をそそるように説明していく。ユーロ・ドミノを回避すべく EU, IMF によるギリシア支援が繰り返されるわけだが、それにしても著者の指摘から窺われるように、ギリシアの徴税制度はひいき、賄賂を通じてひどい。市民社会の規律がまるで欠けている。その様子が洒脱な表現で浮き彫りにされる。金持ちが税金を払わずに中産、下層階級が緊縮生活を強いられる悲惨さが文章から伝わってくる。ギリシアがギリギリスでも内情は異なるようだ。2012年5月の総選挙における急進左派連合や極右の「黄金の夜明け」の台頭は1920年代末から1930年代初めのドイツを想起させる。穴だらけの徴税制度の対極には放漫財政がある。放漫財政が何故生じたのか。

著者の強調する国債バブルがそれを解く鍵である。統一通貨ユーロの導入に伴う通貨統合がそのような事態をもたらした。経済構造改革で大きく遅れている国がドイツなどのように実質的に「隠れた輸出補助金」となっている割安なユーロにより経済の恩恵を享受している国と同一の金利にあるとすれば、国債を安い金利で発行できる、そんなカラクリが出来上がる。そこで財政規律とは真逆の放漫財政が導かれる。評者は著者のドイツ経済に関する理解とは異なる見解をもつが、それでもここでの議論の脈絡においてはこの国債バブルのカラクリに同意する。

著者はこの点で類書にありがちな表層的な観察にとどまっていない。さすがにサブプライムローン金融危機を見極めてきただけのことはある。サブプライムの関連証券が信用リスクの高いローンであっても、それを他のローン

と束ねて切り身にし、切りきざんで証券化し、同じ手続きをおこなって再証券化を繰り返してトリプルAの金融商品を組成していったと同じくドイツのマルクとギリシアのドラクマをプールして混ぜ合わせ、一律のユーロ建て国債を練成すれば、ギリシアもドイツと同様に高い格付けの国債を発行できるマジックが成り立つ。国債バブルとサブプライム証券投資バブルが同根だとの認識が導かれるが、ここら辺の著者の叙述は秀逸である。評者はこれをマジックと形容したが、著者は「不思議の国のアリスならぬ金融の世界の不思議」と表現する。まさに「国が異なるのに通貨が同一ならば、異なる国の国債の投資も同じ低リスクとみなされてしまう」という転倒した世界が出現する。

著者の議論はむしろギリギリギリを一方的に非難するのにとどまらない。アリであるドイツに結局は負担が回り、ドイツ国民がこれに怒るという話だが、アリのドイツにも原罪の一端があるという落ちがつく。ギリシアなどペリフェリ諸国が財政規律を弛緩させるきっかけを与えたのは他ならぬドイツとフランスだったからである。財政赤字GDP3%以内という財政規律を2000年代前半に連続して違反したのがドイツとフランスであった。アリのドイツはとくにこの財政規律の遵守を主張した張本人であった。その当のドイツが率先して財政規律を破った。それで財政赤字是正手続き措置は停止されたうえに制裁措置を免れた。著者は言う。「原罪という面ではギリシャもドイツも同じなのです」。当然である。その後財政規律はドイツ、フランスによる大国のエゴが罷り通って緩和されてしまったからである。評者は現代ドイツ経済史（論）を研究分野にしているが、この点では著者よりもドイツに対して批判的である。原罪という面ではエコノミスト派ドイツがより深いと考えている。財政規律の解決が逆行していなければ、ギリシアの過小申告は打ち消され、不思議の国から傷が浅いうちに脱け出すことができたからにほかならない。1920年代末のドイツのような政治の混迷は回避されたかもしれないのだ。評者は直近のギリシア政治の異常な混乱をみるにつけそう考えるのである。

ユーロ国債バブルのカラクリが以上のように展開するとしてユーロ圏の銀行の動向はどのようなものであったのだろうか。こうして欧州債務危機の根

因に迫るのが著者である。サブプライム関連証券投資においてユーロ圏銀行がおこなっていたのは負債を積み増しながら効率的に資産運用を図る高レバレッジであった。「大いなる安定」の時期にサブプライム関連証券のリスクが過小評価されていたことの幻想が住宅ブームの崩壊とともに消え去ると、この高レバレッジ運用が弾けて銀行の自己資本はなおさら過小になった。ユーロ圏の銀行はサブプライムバブルを決定的に破裂させたリーマン・ショックの後も自己資本の充実に立ち遅れることになった。ギリシア国家債務問題が発覚するまで欧州ソブリン債は実質リスク・フリーの状態が持続していたので、ユーロ圏銀行はユーロ諸国の国債保有へとポートフォリオ運用をシフトさせることになった。著者はこの点に関連してリーマン・ショック以降もユーロ圏の国債リスクの過小評価が是正されず、国債バブルが持続していたと指摘する。

ユーロ圏の国債バブルが弾けるのが繰り延べされていたというわけであるが、裏を返せば通貨統合後の第一弾の国債バブルに続く第二弾の国債バブルが積み増しされて国債バブルが膨張するだけ膨張したということであろう。そこではユーロ圏銀行間でのソブリン債の持ち合いが増加する変化が随伴していた。国債の信認が低い国の国債ほどユーロ圏の銀行に保有される内向きの傾向は強かった。著者も主張するとおり、これは同じユーロ圏でも経済力が違えば国債の金利に相応の差が出てくるはずなのに実際にはそうはならなかったことに起因する。サブプライム関連証券がトリプルAの厚化粧で取引されていたことと同じく信用リスクが過小評価され、高レバレッジの資産運用が持続的ななされていたのである。これで財政リスクが表面化すると、一挙に国債価格が下落し、ソブリン危機と銀行危機の悪循環が顕在化することになる。

そこにはユーロ圏特有の問題があると著者は説く。第1に、ユーロ圏のようなひとつの通貨と各国独自の財政政策という体制にある通貨連合の場合、1国の国債問題は通貨連合内の国債にも連鎖反応しやすいというドミノ性（国債価格の一方的な偏り）である。評者がこの指摘に関連して注釈を加えたいのは、先述したとおり、「通貨はひとつ、財政はバラバラ」を常套句のように用いる雑な議論が制度的にも歴史的にもユーロに研究の足を踏み込

むことなく呪文のように唱えられているとする表層的な見解への強烈な反論となっている点である。実際、財政がバラバラな逆説的展開として国債バブルが生じるのである。それゆえ、欧州債務危機に際してこの視角から分析する有効性が強調されねばならないであろう。第2に、ユーロ圏には国債保有者が国債をいつでも現金に換えられる、元利も返済してもらえるという保証が理論的にないことである。国債の元利支払いにまつわる流動性危機が起きやすいことでもある。投資家がデフォルトに神経質になる土壤が備わっていることになる。そうなると、一端どこかで火がつけば、国債売りに拍車がかかり、それが流動性危機を生み出して支払い危機の恐怖と支払い不能の可能性を高める。そこに至れば、銀行の損失も高レバレッジ運用の反転として急激に膨らまずにはいない。

後でも関連言及するように、リスクを取るべき経済主体としての中央銀行に制約がある。そうした状況においてはゼロリスクとして銀行のバランスシートにきちんと反映されてこなかったつけが増幅されて噴出せざるをえない。著者が的を射て主張するとおり、「生き馬の目を抜く金融市場の参加者がそのような自己満足を見逃すはずは」ないわけである。以上がユーロ圏で国債の信頼が低下し、銀行危機とソブリン危機が同時化する理由にはかならない。

著者はこのように銀行危機とソブリン危機の同時性ないし悪循環を述べるのに続いて改めて流動性の定義に立ち戻って議論を振り返ろうとしている。流動性を「借金の支払い請求を受けても直ちに返済できるマネー」だとしたうえで、市場流動性と資金調達流動性の2経路があることを確認する。資金の返済要求があった場合には、手元の支払い準備金を活用したり、手持ちの流動性資産を換金したり、あるいは金融機関どうしの貸し借りで対応することになる。そこでドル資金を取り入れて国際的に資金運用をおこなっているユーロ圏の金融機関にあてはめると、資本市場、銀行間市場、為替スワップ市場でドル資金を調達することになる。肝心の流動性はいつでも市場から入手しうるという想定があるから銀行は短期資金を借り入れることに勤しみ、高レバレッジの資産運用をおこなうという構図が出来上がっていた。

しかし、この流動性調達の経路が断たれてしまう場合、銀行は支払い不能

に陥らざるをえない。そうなると金融機関はお互いの貸し借りをしようとしなくなるし、できなくなる。取引相手の金融機関がどれくらいサブプライム関連証券投資やユーロペリフェリ諸国の国債を保有し、どの程度の損失を抱えているのか、互いに疑心暗鬼の状態になる。これは経済の基本インフラである金融システムが完全に麻痺することを意味する。ユーロ圏の銀行のように過小な自己資本のもとで短期借り長期貸しのレバレッジを高くしている銀行が疑心暗鬼から恐怖一色の群集心理に陥れば、銀行は流動性危機から支払い危機へと奈落の底に突き落とされる。国家の債務返済能力の信認がなくなるソブリン危機の場合には、銀行は国債市場の崩壊で資産が大幅に下落し、その損失により資本を毀損させることになる。銀行は資金調達ができないなかでにっちもさっちもいかない状態になる。著者が以上の議論を通じて主張したいのは、銀行にとって資本よりも流動性のほうが重要だという点にある。すなわち、「金融機関の安定性を維持するためには流動性をつねに確保しておくことが不可欠で」あり、「銀行は流動性と自己資本の維持のバランスを考慮しておかねば」ならないのである。

そのうえで考えると、信用リスク過小評価の問題は通貨統合後横たわっていたのであり、これがリーマン・ショック後も教訓として生かされていなかった。このことが「ユーロ圏銀行によるユーロ圏周縁諸国の国債保有」に直結する。すなわち、トリプルA等の高い格付け資産に対して自己資本を十分に積まないままだったユーロ圏の銀行は、同じく高格付けだったユーロ圏内諸国の国債の減価から大きな打撃を被ることになった。加えてユーロ圏の政府は、銀行の自己資本比率の引き上げや資本増強の道筋を示していなかったから事態悪化に拍車がかかるという具合となった。そうなれば、中央銀行の出番となるはずであるが、ECBは国債市場に介入しないと声明するように「最後の貸し手」としての適格性に欠陥があった。

著者の指摘するとおり、本来的に国債を上回る安全、確実、流動性の高い資産はないはずである。それに損失が出た。市場がこれに過敏にならないわけがない。「単なる銀行危機ばかりでなく国家財政の破綻による国家債務不履行のにおいを嗅ぎと」ることになる。こうして、ユーロ圏の場合、リーマン・ショックで白日の下に曝け出された金融市場の脆弱さに何ら変わりがな

いのに加えて国家債務危機が重畳することになった。著者はだからこそ今回の信用危機を「超リーマン・ショック」と表現するのである。それはまさしくリーマン・ショック後もユーロ国債バブルを整理してこなかったつけにほかならない。膨張する国債投資の焦げ付きだけに民間の不良債権の比ではないことになろう。そうしたクリティカルな問題状況を見据えてであろう、著者は「銀行危機がソブリン危機を誘発し、転じてこのソブリン危機が銀行危機を悪化させるという相互連関性」を改めて強調するのである。

著者が前編の最後の箇所で付け加えるのは、この銀行危機とソブリン危機の相互連関性にアメリカの金融機関が関係する点である。事態が「超リーマン・ショック」である以上、アメリカの金融機関も無傷では済むまい。というのも、アメリカの金融機関は欧州国債に関して CDS の売り手になっており、国債のデフォルトが起きた場合にはその国債の価値保証をしなければならないからである。つまり、欧州の国債が暴落すると、それを価値保証しているアメリカの金融機関が危うくなるという連関である。そこにグローバルな金融危機の伝播経路を断ち切るためにもユーロ圏政府はソブリン債務危機に陥ったユーロ加盟諸国を支援し、財政を立て直すように協力しなければならない責務が課せられることになる。ここでは著者は明示していないが、ユーロ圏諸政府といってもひとしなみではありえず主導国ドイツ、フランスの支援が頼みとなるわけであろう。末尾では金融の不安定性論で知られるミンスキーの議論を引き合いに出して著者は中央銀行の使命を再強調する。後でも触れることであるが、ECB の中央銀行としての適格性の問題と合わせて国債市場の安定化に向けて「最後の貸し手」として中央銀行がリスクを取る点が本書における著者の主張の根幹部分をなす以上、再三にわたる著者の強調は自らの理論的かつ歴史的考察の見地から導かれる帰結だといって差し支えない。

III ユーロ圏銀行の陥穽と ECB

著者は中編「ユーロ圏の銀行の内憂外患」においてユーロ圏銀行の構造的脆弱性にさらに一步踏み込むが、最初に取り上げられるのはそのドル依存症

である。著者はそれを「ユーロの母斑を残しつつも額にはドルの刻印」と表現する。Ⅱでは主としてユーロ圏の銀行の高レバレッジ資産運用に力点を置いたが、ここではドル取引での自転車操業ぶりをあぶり出す。ユーロ圏の銀行は短期で借りるドル債務と長期で運用するドル資産保持の期間ミスマッチに端的に示されるドル流動性リスクを抱え込むことになるという。予定調和的な金融環境であればドル銀行間市場でドル資金を調達できるが、サブプライム問題の露呈、リーマン・ショックではドル銀行間市場から締め出される。元本割れを引き起こしたMMFからもドルを調達できなくなった。そこで為替スワップ市場に殺到するが、ドル資金調達コストは禁止率的な高さになってしまう。リーマン・ショック時に露呈したのは、ユーロ圏銀行のドル資金調達危機であった。

何故こんなことになったのか。欧州の銀行にはドル調達を賄うネットワークが欠けているからだと著者は主張する。そこで預金以外の卸売市場への依存度が深まる構図だが、その経路が突然狭まったことで世界的なドル不足が顕在化した。著者はこのような現象を巷に流布している「グローバル・インバランス」論では説明できないとする。もっともな解釈である。世界的なドル不足のなかで実はフィナンシャルな面からいうとドル資金がアメリカに還流したというのが真相であった。

ユーロ圏の銀行はドル依存症を温存させたまま、リーマン・ショックまでは世界的な信用膨張の波に乗って過大なリスクテイクや高レバレッジ経営に突き進んでいた。「グローバル・インバランス」論はそうしたなかで根拠を失うが、IMFは「グローバル・インバランス」の危険性を警告してきた。金融機関におけるオンバランスとオフバランスが一体となって銀行のシステム・リスクへと発展することはさほど意識されずにいた。しかし、リーマン・ショックを契機にしてIMFは改宗する。すなわち、単なる国際収支不均衡にとどまらずクロスボーダーの資本移動の内実を含んだグローバル・フィナンシャル・インバランスへと発想の転換をするに至った。著者はこのグローバル・フィナンシャル・インバランスの事象として世界金融危機の推移を説明し、またこのグローバル・フィナンシャル・インバランスが欧州サブプライム危機として進行中であることを強調する。つまり、過大なリスクテイ

クと高レバレッジが国家債務の膨張として引き継がれ、これにより銀行危機も増幅されるという構図が出来ているというわけである。

このIMFの改宗は特筆すべき出来事である。IMFは現在、欧州ソブリン危機といった新型ヨーロッパ問題——ここで評者はかつてのマーシャル・プラン時のヨーロッパ問題とのアナロジーでそう呼んでいる——に積極的に関与しているが、そこではもはや「グローバル・インバランス」論に立つIMFではなく、グローバル・フィナンシャル・インバランスへと自らのスタンスを転換させたIMFが関与しているのである。著者の議論を参照しながら評者はこのように捉えた。となれば、今回のIMFの関与には過去との明瞭な断絶があり、質的变化が起きているのが今日的姿ではないのか。その点で評者は信用リスク認識に関するIMFの進境の目覚しさに注目すべきだと判断する。この点については後でVにおいて評者は著者にちょっとした疑問を提示したいと思っているので、それとの関わりでこの重大な変化を強調しておきたい。またIMFの改宗と関連して、日本銀行総裁白川方明も同様の見地に立つと著者が注目している事実にも留意しよう。それはグローバル・インバランスの概念を経常収支にとどめず資本収支レベルを加えて考察する必要性につながっているとするものである。

著者はこうした見解を裏づけるものとしてリーマン・ブラザーズの経営手法（１）担保再利用による信用膨張，（２）独特のレポ取引による低レバレッジ粉飾，（３）流動性プールの過大表示の事例を紹介したうえで、精妙に創り上げられている信用機構の鎖が密接に絡み合っており、ドミノ効果を恐れて「金融機関同士が繋がりがすぎていて潰せない」という「大きすぎて潰せない」これまでの例と異なる新たな例が出現してきたと指摘する。卓見である。資産バブルのときには流動性は過剰になるが、ハイリスクが前面に出ると流動性がたちまち涸渇する。そうなると、金融機構全体もメルトダウンせざるをえない。サブプライムバブルから国債バブルへと転移するなかでそれらが弾けて繰り広げられているのがこのような危機的連鎖にはかならない。ドル依存を残したまま過小資本と高レバレッジという資本効率性に偏重した金融版ジャストインタイムにのめり込んでいたユーロ圏の銀行は「資本なき」高レバレッジ経営に喘ぐ運命に逢着した。その意味で「グローバル・フィナン

シャル・インバランス」の罫はリーマン・ショックで臨界点を迎えるが、欧州ソブリン危機において再臨界点に行き着く。本書で著者が再三にわたり強調するとおり、「超リーマン・ショック」としてつながっていくという話である。

こうしたなかで際立ってくるのはユーロ圏の銀行におけるバランスシートの未整理である。ユーロ圏の銀行は直近2年間に巨額の負債の借り換えを迫られるが、過小資本問題のうえにソブリン市場の混乱が加わった現在ではソブリン問題と銀行バランスシートの脆さの2つの問題に直面するに至っている。そのなかでドル資金借入れも重要な資金源となっているわけである。こうして、ユーロ圏の銀行は資金調達においてははるかに弱い状況に立たされていることになる。ドル資金の調達を含め気紛れで安定性のない市場性資金に依存せざるをえない状況にありながらなおアメリカ商業不動産担保証券やサブプライム関連証券をかなり保有しており、こうした民間の分と合わせソブリン債を加えて問題の多い資産を抱えているのである。

ユーロ圏の銀行はアメリカの銀行と違い価格が戻るのを期待して問題資産を処理しないままペリフェリ諸国のソブリン債をも保有することになった。これは当然資金調達の要請となってくるが、ドル依存体質を克服しないままドル資金を重要な資金源にしているためであるか、今回のユーロ信用不安においてMMFから締め出されている。ドル資産を効果的に処理しきれない一方で、他方ではドル資金調達ができなくなっている。これでは銀行の自己資本の損壊のテンポは速まらざるをえない。おまけに、リスク・フリーなはずの国債が暴落しても保有資産が国債なので資本を積み増しできておらず、ドル資産もバランスシート上重くのしかかる。ここまで議論を展開して著書は「2008年の金融危機の後遺症が欧州ソブリン危機と重なって」「ユーロ圏の銀行特有の資金繰りのきつさ」にはね返っていると主張する。「リスクプレミアムの低い時代が長引いたことに対し歴史が慈悲深く振舞ったことはない」とのグリーンスパンの箴言を引き合いに出してサブプライム問題ばかりでなく、国債バブルにおいても無慈悲なしっぺ返しを食らったと述べる。これは評者には心底震撼させられる話である。

とはいえ、ユーロ信用不安においてもユーロ圏銀行のドル依存性が露わに

されたことでFRBが世界の中央銀行に供給したドル資産残高のうち85%はECB向けであった。FRBが国内の「最後の貸し手」とどまらず、世界における「唯一の貸し手」の役割を果たしていることになる。世界の金融システム・リスクはこれによりかろうじて暴発を制御されているわけである。そのほとんどがECB向けであるといっても言い過ぎでないことはECBとは一体何者なのかという問いを呼び起こさずにはいない。「はじめに」において取り上げられ、前編のなかでも触れられてきた、著者が本書の根幹と位置づける問題点に再び行き着くというわけである。

すでに繰り返して述べてきたように、ユーロ圏の国が財政危機に直面した場合、ECBは金融支援をできないどころかしてはいけないことになっている。となると、財政危機が発生し国債が暴落しても、ユーロ圏の財政金融政策には機動的に出動できる制度が欠如していることになる。著者がECBの中央銀行としての資質を鋭く問う所以である。むしろ、著者はECBが「非標準的政策」に言及せざるをえなくなっている最近の状況を十分承知したうえで、中央銀行としてのECBに問いを発するのである。そもそも国債価格の安定は民間銀行にとって死活問題である。自己資本比率維持のために安定的資産として国債を保有しているからである。これが統一通貨導入により転倒した世界でなされたことはすでに指摘したとおりである。それだからこそ著者の言う国債バブルが進行したわけであるが、ギリシア財政危機を発端に「財政が各国バラバラなのに国債利回りがドイツのそれに収斂しているのは本来不可思議なことであると、市場が正気に返った」。転倒した世界が経済学的に適正な方向に回帰していることが欧州債務危機につながっているのである。

ECBが本格的に国債市場に介入することが求められるが、ECBは至高の目標である物価安定に固執するあまり、金融安定の監視が疎かになっているとみてよいと著者は言う。それはECBが危機は発生しないという、予定調和説に終始しているからで、これでは資産価格の下落に歯止めをかける責務がなくなる。結局、ECBは国債価格支持政策に及び腰になっている。この及び腰が持続すれば、銀行の資本をいくら強化しても自己資本が食い潰される事態は一向に解消しない。著者は金融の古典的作品であるバジョットの『ロンバード街』に依りつつ中央銀行の役割を再確認し、「現在のECBにはバ

ジョットの定義を逸脱した内実を求められていることが多い」と説く。評者も同じ意見である。またこの点に関し、著者はドイツ連銀の伝統的なスタンスに言及する。ECBはドイツ連銀のスタンスを踏襲しているから適切な言及である。そのうえで中央銀行としてのECBは「国家債務危機はいつも銀行危機に行き着くものである」という金融界の格言をしっかりと再認識すべきであると進言する。FRBを始めとしてイングランド銀行、日本銀行が参照されるべきとも言う。もっともな発言である。

中編の最後の箇所において著者が取り上げるのは、基軸通貨ドル失格論を表明していたサルコジのことである。基軸通貨ドル失格論を唱えるのは何もサルコジの専売特許というわけではなく、ド・ゴール以来のフランスの伝統であるといつてよいが、実はフランス・フランはかつてドル支援により救われてきた経緯がある。1960年代末のフラン危機のときにはまさにそうであった。サルコジはいかにも威勢のよい物言いであるが、民主国家の寄り合いのユーロ圏の対応にスピード感がまったく欠けていることと相俟って重大な問題を内包する統一通貨ユーロの守護神ECBの現状に鑑みれば、サルコジが本気で基軸通貨ドルの役割を見直そうとしているはずもないというのが著者の理解である。現実主義者サルコジはフランス風のレトリックを用いたにすぎないという落ちである。FRBによるユーロ圏銀行に対するドル資金の大量供給がそのことを裏づけていることはいうまでもない。とすれば、残された問いはユーロ圏の対応のスピード感になろうか。さてECBはどうするのであろう。これが後編につながってくる。

IV ユーロ危機対策の本格的開始とドイツの役割

後編は「本格化したユーロ危機対策と日本」である。ここでは危機対策の内容と著者による危機打開構想が提示される。そこで登場するのが奇しくも2011年11月にECB新総裁に就任する前イタリア銀行総裁マリオ・ドラギとイタリアの新首相マリオ・モンティである。著者はこの2人を「スーパーマリオ」の2人と形容する。この2人のスーパーマリオがユーロ信用不安と政府債務危機の打開に向けて動くまったく直近の話が後編の中心であるが、む

ろんそこにはユーロ圏の基軸国ドイツが支援に乗り出すばかりでなく、銀行危機と国家債務危機のダブルショックから「ケルトの虎」として甦ろうとしているアイルランドの現況が生々しく取り上げられる。そして最後に対 GDP 比最大の政府債務残高を示して財政状況が最も悪化しているとされる日本の問題状況が分析される。本書の副題が「どうなる日本の財政と円」であるから財政危機を考察対象に据えれば日本の財政問題が言及されねばならない。ここでも著者独自の考えを提示して日本の進むべき道を提案する。後編はこのような取り上げるテーマが盛り沢山だが、議論が冗漫な印象は一切ない。むしろこれまでの議論の延長線上に危機回避のシナリオが展望され、日本の財政問題について著者独特の新境地が披瀝されるという按配である。

2011年11月マリオ・ドラギがECB 新総裁に就任する。2011年の欧州の銀行は互いに貸し借りを断り、現金を退蔵する動きを強めていた。カウンターパーティリスクへの警戒感からである。それゆえ、欧州の金融システムはECB による緊急融資がなければ崩壊寸前にあった。多くの銀行は民間市場での資金調達に困難から ECB 頼みとなっていた。ドラギは「最後の貸し手」になるのが ECB の仕事ではないと言明していたが、実際問題として ECB による国債買い入れの規模が拡大しないとユーロ崩壊の危機につながる。ユーロ圏の銀行は2011年11月末まで数ヶ月間資金調達で民間市場から締め出されており、ECB からの借り入れを急増させていた。こうした銀行の資金調達の困難さはリーマン・ショック以来のことであった。

このような状況を受けてドラギは大胆な流動性供給策の導入を示唆する。そのためには貸し出しの現行の受け入れ条件を緩和しなければならない。そこで受け入れ条件を緩和させたうえで ECB 供給のローンを2年から3年に延長すると発表する。銀行は担保不足を打開するべく流動性スワップ方式を採用して ECB に差し出す担保を用意しようとした。年金や保険会社から手数料を払って政府国債や高格付けの社債など流動性の高い証券を借りて高い等級の資産として中央銀行とのレポ取引に用いる手段を行使した。これで理屈上、リスクは ECB に回ることになる。

そこで ECB は2011年12月に期間3年の資金供給の入札を実施する。ECB の単一の資金供給では過去最高である4890億ユーロであった。これにより

2012年に国債、銀行債が大量に満期を迎えることに関連する借り換えで混乱が起きないようにした。この資金供給についてユーロ信用不安を吹き飛ばす「巨砲」と著者は表現するが、それはECBが流通市場において国債を買い上げる「中小砲」（評者の表現）が2010年5月以来放たれていたことからの抜本的な転換を意味することになろう。これでユーロ圏の銀行がユーロ国債を買えば国債価格は安定する。ECBが国債購入しなくとも、民間銀行への融資を介して国債が買われる仕組みであり、これはユーロ圏の銀行とECBにとってウィン・ウィンの関係である。文字どおり中央銀行による国債価格支持政策そのものであるが、「裏口」からの禁じ手のはずの国債購入策であった。ECBはこうして直接国債購入の政治的圧力をかわしながら、流動性を大量に供給してクレジット・クラッシュを回避し、ソブリン債問題の緩和を図ったのである。これこそ「裏口版の量的金融緩和」であった。

そうした量的緩和政策を反映してであろう、前年よりずっと少ないものではあるものの、MMFは1月末の時点でユーロ圏の銀行に対する投資を復活させる。「スーパーマリオの放つ巨砲でユーロ圏も落ち着きを回復」する。ドラギは3年間資金供給を「ビッグ・バーサ」と命名した。それに続く2012年2月の2回目の期間3年の資金供給に関する入札がおこなわれ、再び巨砲が炸裂することになった。これにはアメリカの金融市場の逼迫を回避するねらいが込められていたことも等閑に付されない。というのも、欧州の銀行が自己資本比率維持のために資産処分すると、アメリカの不動産担保証券の市場価格を直撃することになるからである。とくに欧州の銀行は自国市場における傷んだ資産を売るより域外資産を売却する傾向にあることから、アメリカ不動産担保証券市場を安定させるためにも資金供給は不可欠なのである。

したがって、ユーロ圏の銀行によるバランスシートの安定にはこのような副次的効果の発揮が期待されていたのである。こうした副次的効果をも含めて、ECBはオフサイドぎりぎりでもゴールを果たし、「コペルニクスならぬマリオニクスの転換を遂げ」た。しかし他面では、ECBがこのような巨砲を敢行した後も、国債管理をめぐる中央銀行ECBと政府の関連の内実はずっきりしないという問題がなお残されている。著者はECBが本格的に量的緩和政策に踏み切ったことを最大限評価しつつも、問題が依然として横たわっ

ていることを指摘している。著者には連邦型財務省発足の想定がある。評者もこの点に留意したいと思う。

次にモンティの登場はユーロ圏基軸国ドイツの協力を引き出すためのさらなる契機となる。それは緊縮財政と並んで成長と両立することを求めており、ペリフェリ諸国の緊縮財政が北の国による成長促進手段で均衡する必要性があることを説いているからである。「EUには良い国も悪い国もない。全加盟国が過去と未来の両方に責任を感じるべきだ」との発言がそうした期待を物語っている。決してアリとギリギリスの話で事が済むわけではないというのがモンティの発想であろう。したがって、「信用不安の国に財政再建の規律を一方的に求めても仕方がない」といった立ち位置になる。モンティの聖域なき財政改革の姿勢は本物であるが、ギリシアがユーロを離脱すれば反欧州勢力につけいられると著者は主張し、ドイツ首相メルケルにマーシャル・プランが先例を示しているとあえて訴えかける。第二次大戦直後のギリシア・トルコ問題を引き合いに出すで行った具合に著者の的確な歴史感覚が示される場所である。そのうえで著者はユーロ離脱の汚染効果とユーロ瓦解を防ぐためにはギリシアを救う「21世紀版マーシャル・プラン」の必要性を挙げる。これは著者独自の危機打開構想にはかならない。

現在ドイツ経済が1990年の再統一以来の最善の状況を迎えて好調なこともあり、ユーロ圏全体を安定化させるためにもギリシア救済・再建でドイツがリーダーシップを発揮して資金の流入の不可欠なことを著者は強調する。メルケルが「21世紀のマーシャル」との期待が高いとの趣旨を述べながら、著者は低金利で国債を発行し、それを原資としてギリシア支援基金に増強すればよいとのユニークな提案をおこなう。著者も理解するとおり、これには超え難い困難が横たわっている。国債の償還の資金源をギリシアから汲み取るためのドイツを始めとした共通財政管理に伴うギリシアの主権問題の発生がそのひとつである。財政規律の保持一辺倒では痛みが強すぎ、ドイツの役割がやはり重要とならざるをえない。先にアリであるドイツにも原罪があるとの見解が提示されたことからみてこの主張は確かに筋が通っている。他方で支援疲れが目立つドイツからすれば、これはこれでドイツ国民の合意調達の問題となる。といってもさらに錯綜する内情をいえば、評者は著者の説明と

は違って今回の危機におけるドイツの慎重な支援態度や欧州理事会交渉決議における「傲慢ぶり」から「ドイツ支配のヨーロッパ」(a German-dominated Europe)の不満が燦ることへの懸念を、ドイツが金融支援と助言をしないとソブリン危機は収まらないであろうにもかかわらず、払拭できずにいる。これらの点について評者は著者のドイツ経済についての理解と合わせ若干の疑義をVにおいて指摘したいと考えている。

次にアイルランドのことである。1990年代にアイルランドが形成した致富を不動産につぎ込んだのが裏目に出て「貸しすぎ」の反転として流動性危機が表面化した。ECBによる緊急流動性供給による支援を受けるが、いつまでもその借り入れに頼るわけにもいかず、遂に2010年5月に創設された欧州金融安定ファシリティによる緊急支援の第1号となった。アイルランドの事例は銀行危機が即、国家債務危機に直結した典型例であり、2008年の金融危機の影響を直接的に被ったユーロ圏国債バブルの破裂であった。通貨統合で金利が低くなり、低金利が持続したことが背景にある。銀行の野放図な不動産投資が祟り、政府が銀行預金や他の銀行の債務を保証せざるをえなかった関係で政府の信用が失墜した。銀行も政府も金融市場で資金調達できなくなったわけである。

そうした危機的状況下においてアイルランドでは単位労働コストがかなり下がり、これが一種の「通貨切り下げ」効果を発揮して2011年に輸出が危機以前の水準に戻り、経常収支も黒字を計上した。その背後ではEU、IMF救済計画も手伝って金融機関は資本強化を進めている。公的金融の金利が下がり始めているし、銀行は資産売りと規模縮小でバランスシートを立て直している。むろんドイツに比べれば利回りは高く、その担保コストも罰則的高さにあることに変わりがなく、住宅市場の崩壊と銀行の資金繰りの苦しさが持続してはいるものの、2012年1月にはアイルランド政府は国債償還の一部延長に成功するといった具合に様変わりをみせている。著者はそこで不屈の精神を宿しているアイルランド人を背景として「ケルトの虎」の復活に期待すること大だと指摘して学ぶべき先例であると位置づける。明るいきざしとなるであろうか。

最後に日本の財政問題が論じられる。Iで述べたユーロ圏の銀行の脆弱性

に関し第1の特質として著者は4つのキー・ワードを挙げた。それを基準に日本の財政問題をあてはめていくと、②安全なはずが安全でなくなった国債保有への傾斜が該当するだけというのが著者の主張である。つまり、日本の財政問題は想定以上に懸念視される傾向にあるが、実際の中味としてはそうでもないとの冷静な診断が下されるのである。日本の財政問題を扱った箇所において、「ただ気になる1点は銀行の国債大量保有」とされた理由がここにある。日本はGDPでみるかぎり476兆円で1991年水準にあり、ここから「失われた20年」に沈む経済実態が浮き彫りにされるが、日本の銀行が国債保有を増加させているのはまさにこうした「失われた20年」という国内経済の停滞を反映したものであり、運用先を見出し難い困難に起因する。超低金利の下で国内銀行は国債取引において大量に「益出し」している。長期金利が上がり、含み益が含み損に転じることになるが、著者によればその場合には国内経済が好転している証しであるから、別の資金需要が増大するはずで、国債保有に傾斜しないバランスのとれた銀行経営に転じるテコになりうるとされる。はっとさせられる創見である。また、バブルに懲りた日本の銀行は欧州の銀行ほどレバレッジに走っていない強みがあるというのも著者が別途強調する点である。

そもそも日本には国債が順調に消化される理由がある。それは日本の企業の資金が豊富で、貯蓄も多いからである。2010年3月末、日本の上場企業のうち、有利子負債より手元資金が多い企業は47%で過去最高であるという。企業の現預金残高、手元資金は連結主体の決算となった2000年3月以来、最高の記録である。企業はこうして空前の金余りの状態にあるわけである。また、日本の金融資産は1400兆円を超えており、国家債務の937兆円に比較するとユーロ圏とは異なり国債消化に回せる余裕資金が潤沢なのである。よしんば企業や個人が国債を買いにくくなる状況が一時的に発生しても日銀が出動すればよい。著者はこの点で「デフレ危機が言われている時インフレの可能性を語る野暮な議論はなしにしましょう」と機微に触れる表現で日銀の国債購入を懸念する意見を鮮やかに切り返す。著者の力量が窺われるところである。

さらに、国債の消化力は国債残高の対GDP比率では判断できず、これは

世界金融危機の時に世界のマネーが世界最大の経常収支赤字国のアメリカ国債に逃避するし、日本の国債にも逃避することで明らかである。「1国の国債の消化の有無の証しは」、「国内経済や企業に滞留する資金を考慮して論じられるべきこと」で、「国債の償還資金を担保するのは、日本経済」であり、「勤勉な日本人全体が担保になっているわけ」であると著者は指摘する。もちろん、財政健全化の重要性は一目瞭然で国家支出の無駄をチェックする賢明な支出が求められることはいうまでもなく、「国債発行が膨らんだ要因を除去すればすむ」ということに帰着する。先にアイルランド人の不屈の精神に言及した点になぞらえれば、それに続いて大震災後黙々と瓦礫の山を片づけ、略奪も暴動もなく整然と復旧作業に励む日本人の真の強さが日本の国債償還の健全な担保になるという説を著者は前面に押し出す。

そのうえで著者は「国債発行がうまく消化できるか否かの問題は、その国の成長の展望にあり、経常収支の尻いじりの問題」ではないと述べ、成長展望性を裏打ちするものとして日本産業の高度化のテンポの速さ、高付加価値化への変化を挙げる。経常収支の赤字か黒字かは経済の良し悪しを判断する材料にはならない。これは経済学のイロハであろう。日本産業が円高圧力に対応できる高度な技術力を持ち続けている経済力がものをいうのである。「また、それができなければおしまいということです」とする著者の主張を敷衍していけば、日本経済が適切な構造変化を遂げることに国債発行の消化力がかかっているとの結論が導かれる。そうした構造変化を下からがっちり支えうる市民社会の規律を有する日本人ということになるのではないか。一見すると感覚的な議論のように映るが、なかなかどうして説得力に満ちた説明である。評者はこのあたりの著者の叙述を意外な点を衝いた建設的な内容だと受け止めた。

V おわりに——本書の意義と評価

ここでは本書評を締めくくるにあたりこれまで論じてきた内容から本書の意義を語り、そのうえで総合評価を試みたい。まず本書は機知に富む軽妙な語り口でありながらシャープな分析を次々と展開する小気味良い作品である。

類書の多くは今回の危機を扱うとしながらも危機への内情に必ずしも深く立ち入ることなく全体として隔靴搔痒の議論に傾きがちであるが、本書は洒脱な表現を随所に織り交ぜて内情に分け入り検討を加えている。本書は類書の多くが有するそうした難点をいとも簡単に突き抜けており、図抜けた存在感を放っている。対象に関する分析上の困難にもかかわらずこれだけ平易に説明できるのは、著者が問題を自家菜籠のものにしているからである。サブプライムローン金融危機を系統立てて考察してきたからこそ可能な技であろう。サブプライム証券投資バブルの破綻がヨーロッパで最初に金融恐慌として勃発したことと今回の欧州債務危機、ユーロ信用不安が関連のないはずはない。系統立った考察を有機的な連関性をもつ吟味へと分析の転換を図りながら、複雑極まるパズルを解くようにひとつひとつ解きほぐしていく作業がおこなわれている。

その際、学識の豊かさと考察の深さが絶妙に組み合わせあって叙述が展開されている。本書が読みやすいのもおそらくこの辺にあるのであろう。軽妙な語り口の妙がそれを支えているのは確かである。この語り口が分析の深みと相乗効果を発揮して臨場感を与えていることも指摘しておきたい。著者の直近著書『新型ドル恐慌——リーマン・ショックから学べき教訓——』（2009年）についての書評を書いた折、評者は著者の研鑽ぶりが機知に富む才能を飛躍的に向上させてきたと述べたが、今回はその才能にさらに磨きがかかってますます冴えをみせているようだ。本書評においてもその一端を伝えたいつもりであるが、その妙を十分披露できないのは残念である。後は読者に直にひもといってもらうしかない。

本書が読みやすいもうひとつの理由は重要なフレーズがゴシック体で強調されており、それに注目して読み込んでいくと読者が自分のなかで整理できる工夫がほどこされている点にある。これだけ丁寧に著者の強調したい点が提示されていれば読者は否応なく本書の核心を掴むことになるだろう。むしろ、本書の叙述が論理的になされているのが一番であることはいうまでもないが、本書で著者が意図していることが浮かび上がる仕掛けをしていてくれるという意味で本書の道案内は用意周到である。さらにウォールストリートジャーナル紙、フィナンシャルタイムズ紙、日本経済新聞の記事を随所に組み込ん

で本書の臨場感に抜群の効果が与えられており、この面から叙述の確かさが裏づけられていることも見逃せない。叙述が論理的に整然と流れているのはこれらの要因が無理なく連結しているからである。

本書は以上のように軽妙な語り口、分析の鋭さ、キー・フレーズの強調といった三位一体の叙述でユーロ国債バブル、ユーロ危機をメリハリつけて明らかにしたものである。本書の醍醐味はここにある。言葉の真の意味において対象となる問題に深みのある分析をおこなっているからこそ滲み出てくる著者の迫力は読者に自然に蒙を啓く。本書は知的想像力を掻き立て読者に深い理解を喚起する創見に満ちた作品である。その切り開いた地平は未踏の水準に達しており、他の追随を許さぬ第一級の研究書であると同時に平易に解説した含蓄ある啓蒙書でもある。国際金融を論じるこれだけ豊かな素養をみせつけられると、羨望を感じるのを禁じえないが、他方ではそれをすぐに通り越して畏怖と敬意が湧き上がってくる。ユーロ危機研究の真の権威と呼ぶべき労作である。

本書を前にすると数多くの類書は後景に退く。類書の多くはおそらく厳しい歴史の篩に耐え切れず書籍の山に埋もれてしまうであろうが、本書はそれに十分耐えられる超絶の風格を誇る気品溢れる傑作であるといってよい。今回のユーロ問題に関する決定版である。著者によるサブプライムローン金融危機に関する系統的検証が結実した格好だ。前々著『サブプライムローンの真実——21世紀型金融危機の「罪と罰」——』（2008年）、前著『新型ドル恐慌』とともに長く読み継がれていくべき必読の研究書であり、啓蒙書である。一読をぜひ薦めたい。

本書は以上の評価から窺えるように画期的作品であるが、そこに評者が感じた疑問点もなくはない。ないものねだりであることは評者として十分承知しているが、あえて幾つかの点について取り上げよう。

第1の点は著者の議論の若干の不整合性に関するものである。著者は「むしろ」においてサブプライム証券投資に伴う高レバレッジに十分な整理をつけずに過小な自己資本のままでユーロ国債購入に向かったことを問題視し、信用リスク感覚の稀薄さが露呈されたと論難する。この指摘は無用な誤解を生み出しかねない。これだとユーロ国債バブルがサブプライムバブルの破裂

以降ということになりはしないか。しかし、著者はユーロ国債バブルが統一通貨ユーロ導入以降であると明言している。本書を読んでいくと、ユーロ導入をきっかけに国債バブルが進行し、サブプライム証券投資の破綻後も国債バブルが持続していたとの議論に辿り着く。そのような第一弾、第二弾の段階を経て国債バブルが弾けたことは行論のなかで指摘してきたとおりである。そうだとすれば、上述の問題視を真っ先に強調すると国債バブルを十全に説明することにはつながらなくなるのか。実はこの点は著者も説明するとおり、「大いなる安定」期から過小資本のまま不動産バブルと国債バブルによるユーロ信用不安に逢着したとすればよい。後者はそこでリーマン・ショックを上回る「超リーマン・ショック」となるわけである。議論にややずれがみられると思われたので老婆心ながら言及した。

第2の点は今回の政府債務危機に関してIMFが積極的支援に乗り出している事実が軽く扱われていないかということである。著者は今回の危機においてIMFが関与している事実を知悉しているはずであるが、IMFの扱いは正面立ってはいない。評者はこの点に関するかぎり違和感を覚える。著者も検討を加えたように、IMFの信用リスク認識に関する進境は近年目覚しい。そのことをグローバル・フィナンシャル・インバランスへの発想転換と位置づけているぐらいである。著者の力説する改宗したIMFが評者言うところの新型ヨーロッパ問題に積極的に関与しているとすれば、それなりの力点が置かれても不思議ではないように思われる。推察するに、著者はリスクを取る最終的な経済主体としてのECBの立ち位置を自らの主張の根幹部分としているので、IMFの変質を睨みながらもその扱いが軽くなったのではないのか。むしろ、著者はIMFの改宗ばかりでなく、前専務理事ストロスカンや現専務理事ラガルドの発言への言及をもおこなっている。そうだとすると、評者はこの扱いに疑問を禁じえないのである。

第3の点は「巨砲」を放つに至ったECBについてのことである。ECBは事実上リスクを取る経済主体へと変化したと考えてよいのか。保有国債を担保にした量的緩和政策をより大胆に講じるようになった。直接的な国債購入ではなく、「裏口」からのそれであるが、変形した国債購入政策を大規模に採用するに至ったと解釈できるが、そうした画期的転換としての把握でいい

のか。ちなみに、著者は本書でこの種の国債購入が2011年8月から開始されたと述べているが、そうすると2010年5月から実施されている「流通市場」での国債購入による量的緩和政策はどのような流れで捉えられるのであろうか。これらの点についていささか気になった。

第4の点は著者のドイツ経済の理解に関わることである。著者はこの点では類書と共通してドイツ経済の好調ぶりを指摘している。評者はこの見解には容易に賛同しえない。著者の研究領域がドイツ経済でないことはわかっていても、評者は一言注文をつけたくなるのである。著者にはこの点了解してほしい。著者も説明しているように、ドイツ経済は最近まで「ヨーロッパの病人」と形容されるほどの経済沈滞に陥っていた。その形容の背景をなしている構造改革が果たされてきたかという点と評者はそれには否定的である。その点ではドイツの経済諮問委員会報告が事態を直視した議論を展開している。2008/09年の歴史的な不況後におけるV字回復とドイツ経済の好調さはBRICs諸国からの割高な高級製品に対する予想外の輸出需要の伸びで支えられており、そこにまた新興国輸出頼みという点でドイツ経済の最大のリスク要因があり、ドイツ経済の蘇生に関して「真実は中間にある」という実質弱気な判定を下している。また、別の観測筋からは2012年、2013年と景気減速を強調した厳しい景気情勢判断がおこなわれているところでもある。ドイツ経済には想定されているほどの余裕はないというのが評者の理解である。とすれば、ドイツが国債発行してそれを原資としてギリシア救済資金に回すリーダーシップを発揮できるかという点そこには疑問符がつこう。

仮にそれが可能になったとしてもそこには別の深刻な問題があるように評者には思われる。ギリシアの主権問題がそれである。この問題については著者も取り上げている。それゆえ、著者にケインズが著した『平和の経済的帰結』（1919年12月）の話をするのはまさに釈迦に説法の感じであるが、その著書のなかでケインズはドイツを隷属関係に置けば容赦ない歴史の復讐に見舞われるであろうという趣旨のことを説いた。それが1920年代末から1930年代初めにかけてドイツ政治の極度の混迷とナチス・ドイツの政権掌握として現実のものとなった。それとのアナロジーでいえば、そうした主権問題が生じた場合、極左、極右どちらの方向にぶれるとしても、ドイツの二の舞のよ

うになるおそれはないであろうか。それでなくても現在ギリシアの政治は混迷度を増していて急進左派連合と極右の「黄金の夜明け」が党勢を拡大しつつある。だとすれば、著者の主張する危機打開構想にはドイツの突出ぶりに対する懸念、それと相反するようだがドイツ国内で反対渦巻くユーロ圏の盟主としての責務遂行という要請をも含め困難を極める問題が横たわっていることになるのではないか。

以上、読後に評者が感じてきた疑問点を率直に述べてきた。いずれも本書の意義を貶めるものではなく、本書の醍醐味により触発された疑問点であり、望蜀の感にすぎない。評者に誤解があるようであれば、著者のご海容を乞いたい。本書はトピック的な書物であるだけに書店で目につきやすいと思うが、その際手取る一助となるためにも、本書評が広く読者の関心を喚起することになればそれに優る喜びはない。